安信证券 ESSENCE SECURITIES

公司深度分析/证券研究报　　广州发展(600098)

首次评级

电力/公用事业

燃气注入带来新的成长性

广州发展深度报告

报告关键点:

- 公司2012年实现集团整体上市，燃气集团资产的注入为公司带来新的业绩成长点;
- 给予“增持-A”投资评级

报告摘要:

- **实现整体上市**：2012年，公司实现了发展集团主营业务的整体上市，自此公司主营业务新增城市燃气业务，形成了电力、煤炭、城市燃气三大核心业务。
- **电力业务稳步发展**：公司电站多位于广东地区，竞争优势明显，但从投产方面来看，短期内仅有参股50%的中电荔新1×30万千瓦和参股30%的贵州都匀2×60万千瓦机组有望投产，火电项目增长相对有限，从中长期来看，公司储备有火电项目，能保证电力业务稳步发展，分布式能源项目发展将是电力业务未来亮点。
- **燃气注入带来新的业绩成长点**：公司2012年收购广州燃气集团100%的股权，其为广州市管道天然气唯一购销主体和广州市天然气高压管网的唯一建设和运营主体，统筹建设广州市全市高压管网，具有垄断优势。随着低成本气源的逐步增大和下游客户结构向工业用户的调整，燃气集团盈利能力有望快速提升。
- **煤炭产业一体化**：公司目前是广州市唯一一家拥有煤炭资源、运输、中转、销售一体化的公司，是珠三角地区最大的煤炭供应商之一，竞争优势明显；随着东周窑煤矿的逐步投产、珠电7万吨级煤码头扩建完成和珠海大型中转基地的建设完成，公司煤炭销售量有望继续增长，但在目前这种煤炭市场不景气的情况下，我们对公司煤炭业务持相对谨慎态度。
- **油品业务**：公司油品业务主要为仓储服务，计划新增库容，并积极开发成品油市场和参与大同甲醇项目，未来业绩有望实现增长，但对公司业绩贡献相对有限。
- **给予“增持-A”投资评级**：增发完成后，预计公司2012年-2014年EPS分别为0.36元、0.49元和0.63元，对应PE为17.4倍、12.6倍和9.8倍，给予“增持-A”投资评级，6个月目标价7.35元。
- **风险提示**：低成本气源量低于预期；利用小时大幅下降；后续项目建设低于预期等;

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	8,859.3	10,817.5	14,939.2	15,641.4	17,685.7
Growth(%)	*17.1%*	*22.1%*	*38.1%*	*4.7%*	*13.1%*
净利润	746.4	384.0	976.0	1,356.3	1,739.1
Growth(%)	*5.1%*	*-48.6%*	*154.2%*	*39.0%*	*28.2%*
毛利率(%)	16.6%	10.7%	15.0%	17.4%	17.9%
净利润率(%)	8.4%	3.5%	6.5%	8.7%	9.8%
每股收益(元)	0.27	0.14	0.36	0.49	0.63
每股净资产(元)	4.29	4.35	6.26	6.68	7.21
市盈率	22.8	44.3	17.4	12.6	9.8
市净率	1.4	1.4	1.0	0.9	0.9
净资产收益率(%)	9.1%	5.1%	7.7%	9.8%	11.4%
ROIC(%)	10.4%	5.6%	10.3%	11.5%	13.1%
EV/EBITDA	9.5	14.0	8.2	6.6	5.6

评级: 增持-A

上次评级:

目标价格: 7.35 元

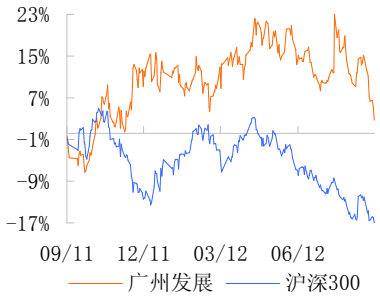
期限: 6 个月　上次预测:

现价（2012 年 09 月 26 日）: 6.21 元

报告日期: 2012-09-27

总市值(百万元)	17,029.20
流通市值(百万元)	12,787.63
总股本(百万股)	2,742.22
流通股本(百万股)	2,059.20
12 个月最低/最高	5.44/7.75 元
十大流通股东(%)	83.34%
股东户数	65,982

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(6.07)	0.70	19.69
绝对收益	(8.01)	(10.02)	2.52

张龙　首席行业分析师
021-68766113　zhanglong@essence.com.cn
执业证书编号　S1450511020030

报告联系人
邵琳琳　021-68763673
shaoll@essence.com.cn

前期研究成果

敬请阅读本报告正文后各项声明

1. 公司简介

1.1. 业务简介

1.1.1. 实现集团整体上市

2012 年，公司通过非公开发行股票和现金收购等方式进行了购买控股股东发展集团的经营性资产的工作，从而实现了发展集团主营业务的整体上市。

表 1 公司通过非公开发行股票购买资产

项目	方式	股权	拟投资（亿元）	本次投资（亿元）
燃气集团	非公开发行购买	100%	18.54	18.54
广州珠海 LNG 项目一期工程	非公开发行购买	25%	113	7.32
一期设计供气规模 350 万吨/年，3 座 16 万立方米储罐，设计规模 90 亿立方米/年；二期 700 万吨/年				
广州亚运城项目燃气配套工程项目	非公开发行购买	100%	8.32	4.58
设计高压输气管线全长 27 公里；				
广州市天然气利用工程三期项目	非公开发行购买	100%	8.74	6.84
设计管线全长 24 公里，配套 200 公里城市中压管网等；				
珠江电厂煤场环保技改项目	非公开发行购买	100%	3.58	3.58
新增 20 万吨级环保级煤场等；				

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

表 2 公司现金收购资产

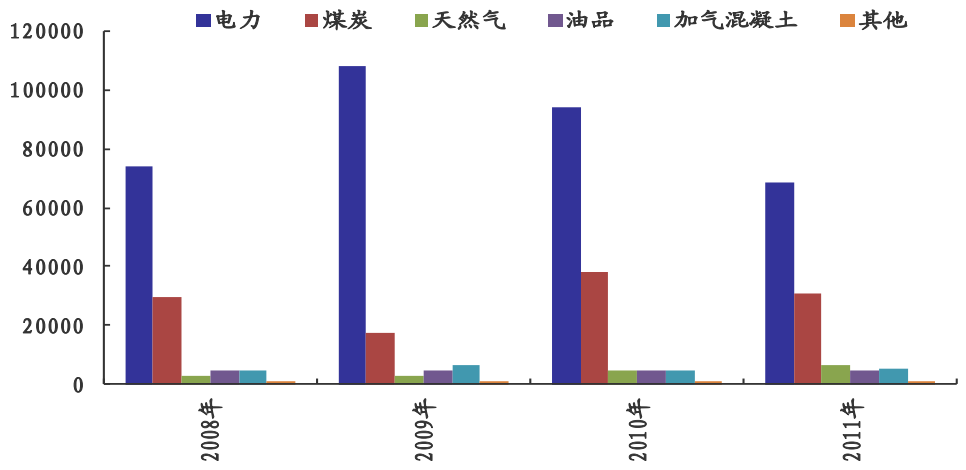
项目	方式	股权	收购价格（亿元）
广电集团	现金购买	100%	10.59
西村能源站 2×18 万千瓦天然气——蒸汽冷热电三联供能源站项目；持股比例 100%			
中电荔新 2×30 万千瓦“上大压小“热电联产项目；持股比例 50%			
穗恒运 A 的 18.35%的股权			
新城投资	现金购买	100%	11.7
发展中心大厦物业资产，总建筑面积约 6.6 万平方米；			
南沙投管	现金购买	100%	0.94
负责广州南沙产业园区管理服务中心的运营和管理及珠电水库主坝护坡和通道等资产，属公司南沙产业区配套资产；			

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

1.1.2. 电力、煤炭、城市燃气为三大核心业务

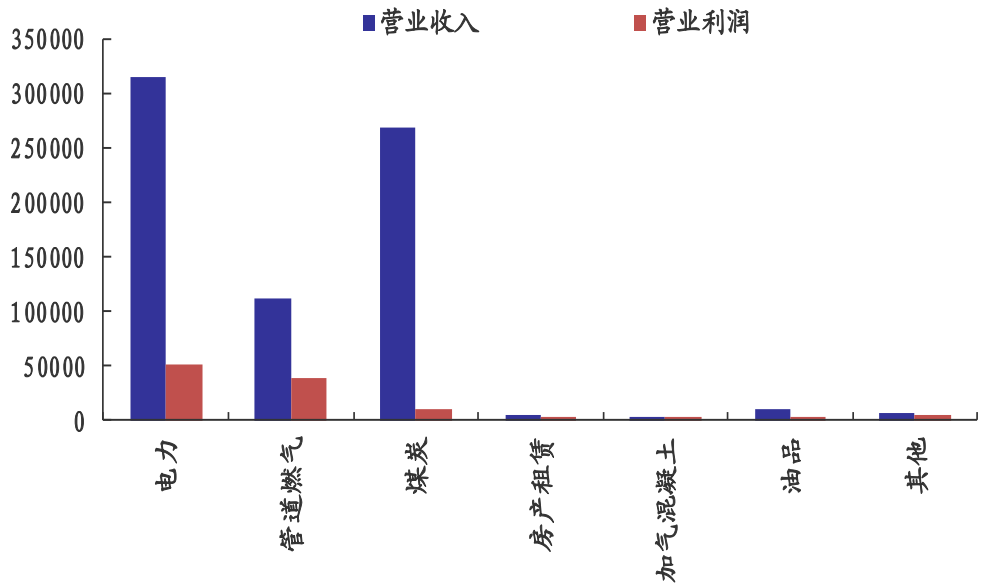
集团整体上市完成后，公司的主营业务新增城市燃气业务，形成了电力、煤炭、城市燃气三大核心业务，三项业务所带来的营业利润占到总营业利润的 89%。

图 1 增发前公司营业利润情况 单位：万元



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

图 2 2012 年上半年公司盈利情况 （增发后） 单位：万元



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

1.2. 股权结构

从股权结构方面来看，目前公司的控股股东仍然为广州发展集团有限公司，其持有公司 61.78%的股权，第二大股东为中国长江电力，公司实际控制人是广州市人民政府国有资产监督管理委员会。

图 3 公司股权结构

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

2. 三大业务互相依托，共同发展

2.1. 电力业务

2.1.1. 发电业务逐步扩大

发电业务逐步扩大：电力业务目前仍是公司盈利的主要贡献，上市之初公司仅拥有珠江电力和东方电力合计 120 万千瓦装机容量，公司逐步扩大电力资产，随着中电荔新 1 号机组的投产和穗恒运 A 股权收购的完成，公司拥有权益装机 350 万千瓦。

表 3 公司参控股电厂

电厂	装机容量（万千瓦）	权益比例	权益装机（万千瓦）	电源类型	位置	备注
珠江电力	2×30	50%	30	燃煤	广州市	运行
东方电力	2×30	75%	45	燃煤	广州市	运行
珠江 LNG 电厂	2×39	70%	55	燃气	广州市	运行
沙角 B 电厂	2×35	35.23%	25	燃煤	深圳市	运行
恒益电厂	2×60	50%	60	燃煤	佛山市	运行
盘南电厂	4×60	16.50%	40	燃煤	贵州省六盘水市	运行
汕尾电厂	2×66+2×60	25%	63	燃煤	汕尾市	运行
中电荔新	2×30	50%	30	热电联产	广州市	一台运行，一台即将投产
恒运 C 厂	2×21	18.35%	8	热电联产	广州市	运行
恒运 D 厂	2×30	17.80%	11	热电联产	广州市	
合计	910		350			

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

2.1.2. 竞争优势明显

➢ **区域优势**

公司发电业务所发电力主要供应广东电网，广东省经济发达，电量需求高且稳定，公司主要电源点位于广东省负荷中心，电力业务具有利用小时高，上网电价高的竞争优势。

表 4 公司主要电厂利用小时

	2009 年	2010 年	2011 年	2012H
珠江电厂	6,050	5,898	6,043	3,052
沙角 B 电厂	5,579	6,129	6,127	2,786
盘南电厂	5,245	4,831	5,599	2,860
汕尾电厂	5,424	5,965	3,593	2,805
恒运 C 厂	6,038	5,904	7,229	3,148
恒运 D 厂	5,898	6,972	7,008	3,489
全国火电	4,839	5,031	5,294	2,489

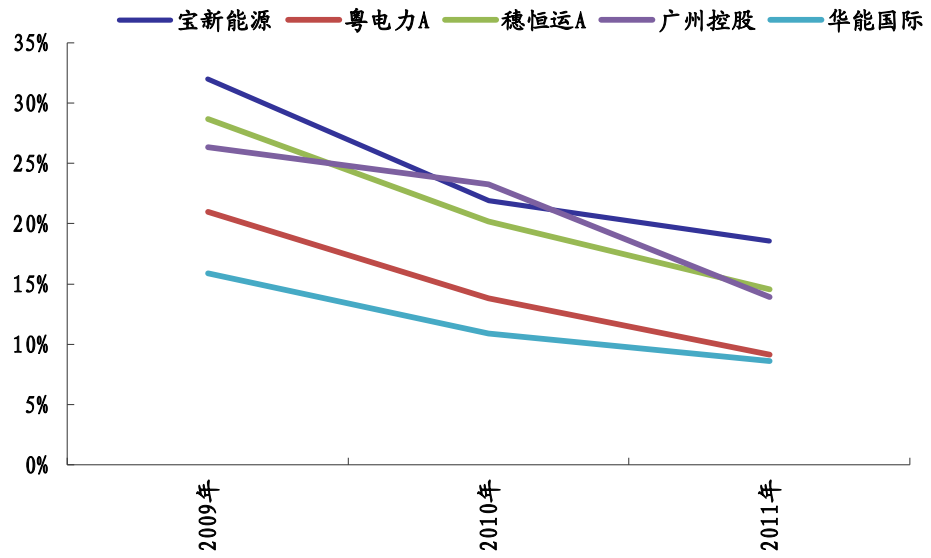
数据来源：公司公告 安信证券研究中心

➢ **资源优势**

公司依托于自身煤电一体化经营链条优势，能够保障电力业务燃料供应，同时也较好的控制了电力业务的燃料成本，除此之外，公司珠江 LNG 电厂具有稳定气源，成本较低，公司电力业务毛利率相对较高；

通过对比广东地区电力公司，我们可以看出广州发展（本次增发前）发电毛利率与宝新能源和穗恒运 A 差别不大，考虑到宝新能源是煤矸石发电，享受到较多政策优惠，穗恒运 A 机组为热电联产机组，本身利用小时较纯燃煤电厂就较高，可以看出公司的成本控制较为出色；随着燃气集团的资产注入，公司燃气来源大幅增加，也为公司发展后续 LNG 电厂项目奠定基础。

图 4 公司电力业务毛利率



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

2.1.3. 分布式能源为未来发展亮点

后续电力项目稳步发展：公司未来的电源发展仍然以煤电、LNG 发电为主，目前中电荔新项目 30 万千瓦 1 号机组已经投产，预计 2 号机组最快也将于今年投产；除此之外，公司在建贵州都匀“上大压小”2×60 万千瓦项目预计将于 2013 年下半年和 2014 年投产；公司还储备有珠江电厂“上大压小”1×100 万千瓦项目，肇庆电厂 2×60 万千瓦燃煤机组项目，LNG 电站二期 2×39 万千瓦燃气发电机组项目，后续电力项目仍能保证公司电力业务稳步发展。

分布式能源：随着对广州电力企业集团 100%股权收购的完成，公司将全面介入分布式能源和热电联产业务，分布式能源采用冷、热、电三联供技术，利用效率远高于传统煤电机组项目，广州市目前在积极推广。根据《广州市热电联产和分布式能源站发展规划》，广州市区内规划建设 16 个区域式分布式能源站、33 个商贸及楼宇分布式能源站，其中十二五期间建成 10 个左右分布式能源站。公司具有燃气气源，发展分布式能源既可以增加企业利润，也可以促进燃气业务销售，对公司来说是“一箭双雕”，目前公司正在布局广州地区和珠三角地区分布式能源站项目。

新能源电力及海外电站项目：公司还成立新能源公司积极开展新能源风力、生物质发电项目建设，计划尝试在海外建设投资电源项目；

表 5 公司后续项目

电厂	装机容量（万千瓦）	权益比例	权益装机（万千瓦）	电源类型	位置	备注	预计投产时间
珠江电厂“上大压小”	1×100	50%	50	燃煤	广州市	在建	待核准
肇庆电厂	2×60	50%	60	燃煤	肇庆市	在建	待核准
贵州都匀“上大压小”	2×60	30%	36	燃煤	贵州市	在建	2013-2014
中电荔新 2 号机组	1×30	50%	15	热电联产	广州市	在建	2012 年
LNG 电站二期	2×39	70%	54.6	燃气	广州市	前期	待核准
西村能源站	2×18	100%	36	分布式	广州市	前期	
鳌头工业园能源站	1×4.5+1×3.6	100%	8.1	分布式	广州市	前期	
白云分布式能源站	3×1.5	100%	4.5	分布式	广州市	前期	
南沙分布式能源站		100%		分布式	广州市	前期	
广州南站分布式能源站	2×1.5	100%	3	分布式	广州市	前期	

白云机场分布式能源站	2×6	100%	12	分布式	广州市	前期
惠东风电项目	4.95	100%		风电		前期
惠州西冲海上风电	30			海上风电		前期
珠海桂山海上风电示范项目						前期
阳山生物质发电项目		100%				前期
广宁生物质发电项目		100%				前期

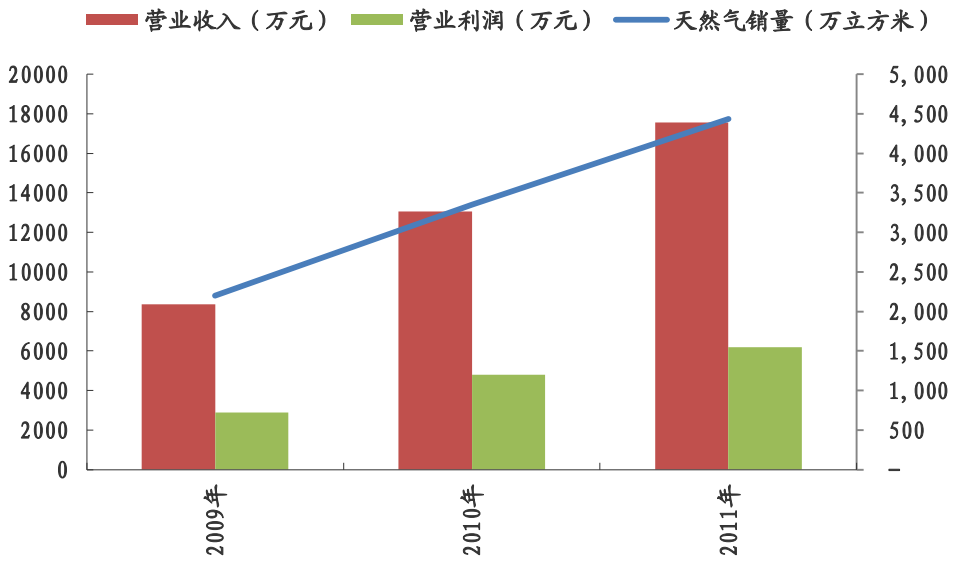
数据来源：公司公告 安信证券研究中心

2.2. 燃气业务

2.2.1. 南沙燃气公司

市场空间较大：在本次资产注入之前，公司燃气业务主要来自于南沙发展燃气公司，其拥有南沙经济技术开发区 30 年的管道燃气特许经营权，是南沙市政府授权的唯一的管道燃气运营公司。南沙地区是珠三角地区重要的临港工业区，集中了中船龙穴岛造船基地项目、万顷沙钢铁工业基地项目、广州丰田汽车城等项目，且随着当地建设和招商引资的推进，用气量快速增长，用户结构以价格传导能力较强的工商业为主（2010 年占比已达 90%），市场空间较大。

图 5 南沙发展燃气公司盈利情况



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

2.2.2. 珠海 LNG 项目

珠海 LNG 项目：公司今年通过非公开增发收购了广州珠海 LNG 项目一期工程 25%的股权，规划一期设计供气规模 350 万吨/年，3 座 16 万立方米储罐，设计规模 90 亿立方米/年；二期设计供气规模 700 万吨/年；该项目气源来自于中海油，已经基本锁定下游市场用户，在珠三角地区已经签订了 358.5 万吨的供气意向，计划于 2013 年底开始投入商业运营，将为公司带来新的业绩增长。

2.2.3. 广州亚运城项目燃气配套工程项目

广州亚运城项目燃气配套工程项目：公司今年通过非公开增发也收购了广州亚运城燃气配套工程项目 100%的股权，计划总投资 8.32 亿元，设计管线全长 27 公里，该项目投产后可以保障广州城市南拓战略的实施，向南延伸后将扩大供气范围，也为公司接收珠海 LNG 一期项目气源奠定基础。

2.2.4. 燃气集团

具有垄断优势：公司今年收购了广州燃气集团 100%的股权，此次收购使得燃气业务成为公司业绩贡献主力之一，为公司注入新的增长动力。广州燃气集团前身是广州市煤气工程筹建处，成立于 1975 年，1983 年改为广州市煤气公司；2009 年成建制后划归为发展集团；广州燃气集团目前是广州市管道天然气唯一购销主体，统筹全市上游气源的采购和分销，并是广州市天然气高压管网的唯一建设和运营主体，统筹建设广州市全市高压管网，具有垄断优势。

2.2.4.1. 上游气源有保障——新增低价气源有助替换高价现货气

上游气源有保障：燃气集团是广州市管道天然气唯一购销主体，统筹全市上游气源的采购，气源有保障，并且将逐步获取新的气源：

（1） **大鹏气**：公司参股深圳大鹏天然气销售公司 6%股权，参股广东大鹏液化天然气销售公司 6%股权，并与广东大鹏天然气公司签订了 25 年稳产期，年供约 5.5 亿立方米照付不议的天然气销售合同；

（2） **西气东输二线和川气东送项目**：公司募集资金项目西气东输三期项目建好后，能够承接西气东输二线和川气东送气源，项目达产后每年将为广州市供应 20 亿立方米天然气，远期可提高到 30 亿立方米；

（3） **珠江 LNG 项目**：公司通过本次收购将参股 25%珠海 LNG 一期项目，此项目供气范围以珠江西岸地区为主，包括广州、佛山、中山、珠海和江门等五个经济发达城市，一期设计规模 350 万吨，也将为公司带来新的气源；

由于下游需求旺盛，燃气集团燃气销售量持续增长，其中 2010 年销售燃气 5.6 亿立方米，同比上升 52%，2011 年销售 6 亿立方米左右，上升 9%，2012 年上半年销售管道天然气 3.6 亿立方米，同比增长 30%。由于公司之前气源主要来自于广东大鹏公司 5.5 亿立方米照付不议，随着销售量的增长，公司不得不采购高价现货气，一定程度上降低了公司销售毛利率也压低了公司开拓新业务的进度，随着西气东输二线和川气东送项目的逐步投产，公司可以开始进行高价气的替换，公司业务毛利率有望再度提升。

2.2.4.2. 中游管网覆盖充分

管网覆盖充分并有望进一步扩张：燃气集团是广州市天然气高压管网的唯一建设和运营主体，并负责广州市天然气利用工程系列项目的建设与运营，是广州市天然气“全市一张网”政策的实施主体。燃气集团及其下属企业的燃气管网除覆盖广州中心城区外，还覆盖了南沙区、萝岗区和花都区等区域，管网覆盖充分；

公司未来将继续完善高中压管网建设和布局，进一步整合广州市管道天然气市场，推进增城和花都管道天然气供应商的并购重组公司，推进中新知识城城市燃气的规划和建设，供气范围有望进一步拓展。

2.2.4.3. 下游需求充足——会逐步增大工商业用气比例

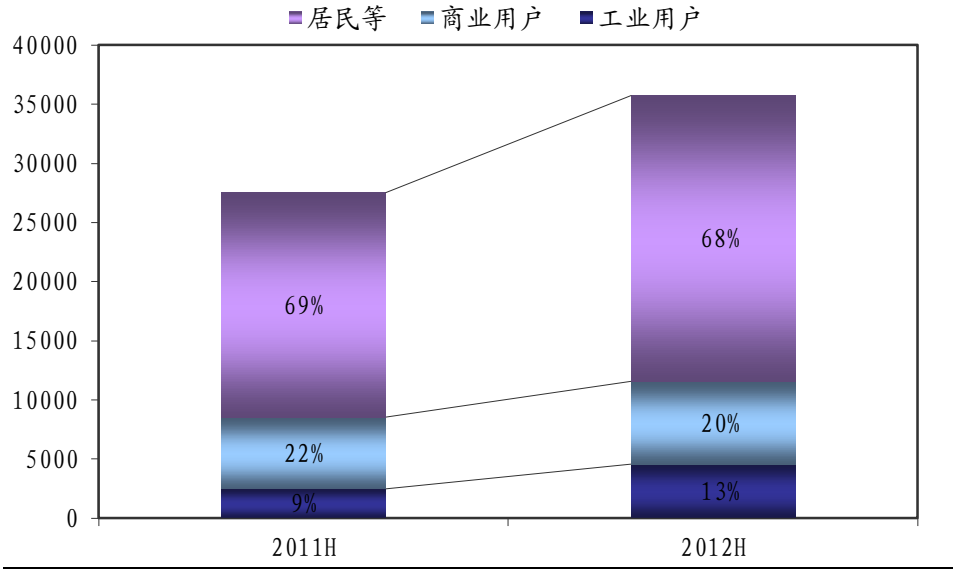
节能减排压力大：广州市对节能减排及环保要求较大，根据其“十二五”节能减排工作方案，要求到 2015 年，全市单位生产总值能耗比 2010 年下降 19.5%，鼓励调整能源结构，要求提高天然气等清洁能源使用比例，城市建成区禁止新建、扩建、改建以燃煤、重油、渣油为燃料的锅炉、窑炉及导热油炉；要求对企业集中群地区实行煤改气，推广分布式能源站建设等，节能减排和环保压力将使得广州市未来用气需求将快速增长；

下游需求充足：根据中国市政工程华北设计研究院编制的《广州市天然气市场调研与预测研究报告》，广州市 2015 年的天然气市场需求容量预计约为 45 亿立方米，2020 年预计约为 60 亿立方米，下游需求充足；燃气集团统筹全市上游气源的分销，已经

与广东省天然气管网公司、广东珠海燃气工程建设办公室等签订了合计年最大供气量约 53 亿立方米的天然气销售与购买意向书，所以公司气源消耗问题不大，除此之外，公司积极开展 LNG 电厂二期项目，分布式能源电站等，这些新项目的展开也将增大对天然气的需求。

用户机构将持续优化：随着珠三角地区环保要求的不断提高和公司天然气供应能力的大幅度增长，燃气集团已经逐渐优化用户结构，大力开发价格传导能力强的工商业用户；预计到 2015 年，燃气集团工业、商业和居民用户的售气量比例将各占 1/3（不含直供、分销户）。

图 6 燃气集团用户结构 单位：万立方米



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

表 6 广州市天然气销售价格

管道天然气			
类别		计算单位	价格（元）
高压管网	高压直供用户	立方米	2.21
	分销用户		2.35
中亚管网	居民用户		3.45
	公福用户		3.70
	工商业用户		4.85

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

受到低价气源较少的限制，燃气集团目前盈利能力未能完全体现出来，随着西气东输二气和川气东送低成本气源的逐步投产和下游工商业用户占比的逐渐增大，燃气集团未来盈利能力有望大幅增长，将是广州发展未来业绩的主要增长动力。

表 7 燃气集团盈利能力 单位：万元

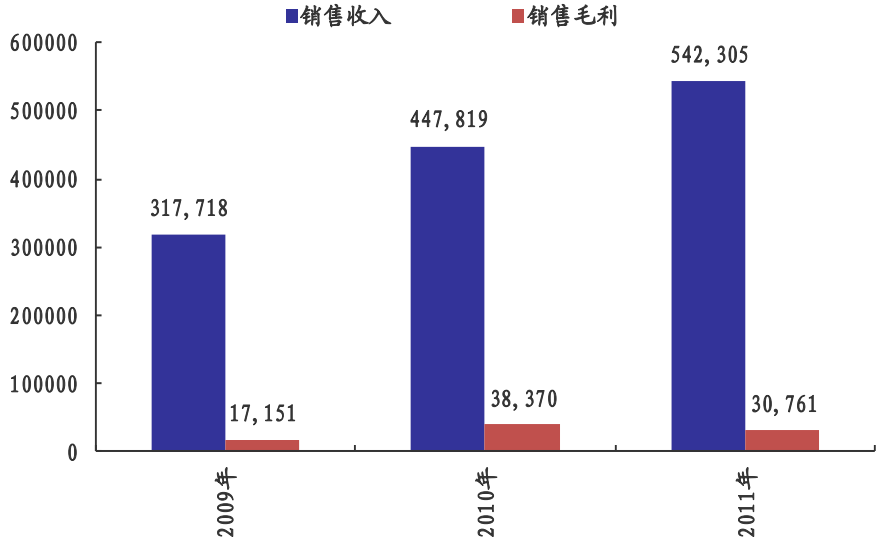
	2010 年	2011H
营业收入	204,649	120,289
利润总额	19,286	11,919
归属于母公司所有者的净利润	11,040	10,775

数据来源：公司公告 安信证券研究中心

2.3. 煤炭业务

煤炭产业一体化公司：煤炭业务是公司继电力、管道燃气业务之后的第三大利润贡献，公司目前是广州市唯一一家拥有煤炭资源、运输、中转、销售一体化的公司，是珠三角地区最大的煤炭供应商之一，2011 年公司在珠三角地区市场煤市场占有率达到 21.6%，竞争优势明显。

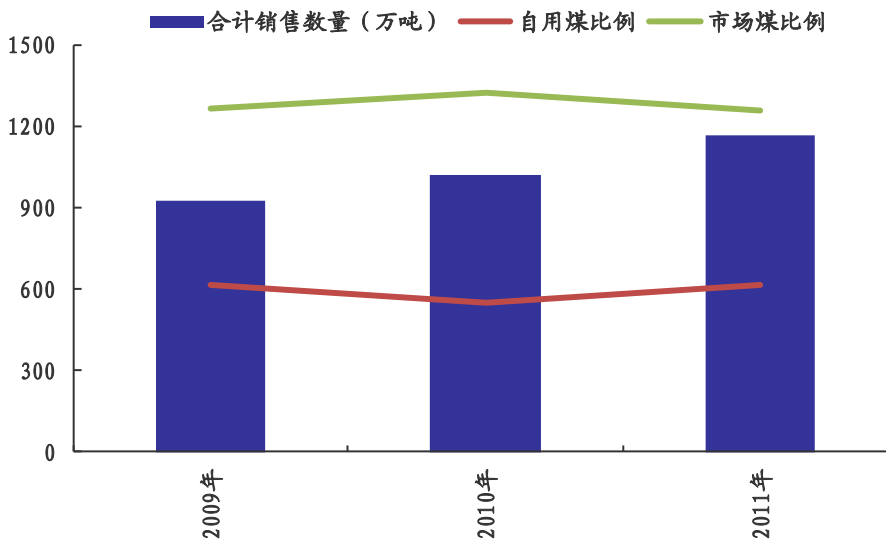
图 7 公司煤炭业务营业情况 单位：万元



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

公司煤炭主要通过煤炭产区以铁路方式运输至秦皇岛、天津港、黄骅港等北方主要港口，再以海运形式运至珠江电厂自有码头或广州港、珠海港等公用码头；在下游销售方面，公司采购煤炭一部分销售给公司内部其余子公司作为电厂自用煤等，剩余部分会进行市场销售，市场煤销售比例在 70%左右。

图 8 公司煤炭业务销售情况



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

➢ **煤炭资源方面**

积极渗透至煤炭上游企业：公司通过控股子公司珠电燃料公司统一向上游煤炭供应商

进行采购，和神华集团、中煤集团等主要煤炭供应企业长期合作；除此之外，公司也在积极渗透入煤炭上游企业，通过控股子公司珠电燃料与同煤集团合作建设新东周窑煤矿，公司持有 30%的股权，此项目的资源储备约 17.6 亿吨，规划年产能 1000 万吨，产量的 40%全部供应给珠电燃料公司，可以起到控制成本和保证煤炭供应的作用。

➢ **运输、中转方面**

自有运力、码头等提升议价能力：公司目前拥有自己的运输船队、码头和堆场；在运力方面，公司共拥有 6 艘 5.7/5.73 万吨级船舶和 2 艘 2.43 万吨级船舶，公司形成约 750-850 万吨煤炭年运力规模，自有运力使得公司具有更多议价权；同时，珠电燃料公司在广州南沙拥有年中转能力 800 多万吨的 5 万吨级专用煤码头和年周转量高达 600 万吨的 34 万吨配套煤场；除此之外，公司计划建造 7 万吨级码头配套的大型船舶，并进行珠电煤场环保技改（新增 20 万吨级环保级煤场），投资珠海港大型中转基地，煤炭运输和中转的效率有望再度提高。

➢ **销售方面**

利润主要来自于市场煤炭销售：目前公司煤炭销售中有 70%是进行市场煤销售，向电厂销售的煤炭主要是采用成本+管理费用等的定价方式出售，市场煤销售随行就市，所以煤炭销售的利润主要来自于市场煤炭销售。

竞争优势明显：公司经过十多年的积累，目前拥有较为完善的销售网络和良好的品牌，积累了大量客户资源，具有规模和客户资源优势；在当前煤炭市场较为不景气的情况下，公司上半年市场煤炭销售数量同比仍实现增长 13.2%，市场占有率达 20.56%，扩大了领先优势；

销售量有望继续增长：公司仍具有较多销售业务增长催化剂，随着东周窑煤矿的逐步投产、珠电 7 万吨级煤码头扩建完成和珠海大型中转基地的建设完成，公司煤炭销售量有望继续增长。但在目前这种煤炭市场不景气的情况下，我们对公司煤炭业务持相对谨慎态度。

2.4. 油品业务

公司油品业务在营业利润中占比仍较少：目前公司油品业务主要分为三类：仓储服务、船供油和油品装卸业务，其中仓储服务为主要贡献点；公司控股子公司广州发展油品投资有限公司和 BP 公司在广州南沙开发区共同投资了 36.3 万立方米南沙油库，由公司控股 60%的广州发展碧辟油品有限公司运营，是华南地区的甲醇集散中心；

除此之外，公司与广州港能源投资建设了 8 万吨的配套油品装卸码头用来开展油品装卸业务；公司与 BP 公司合作可以充分利用其先进的全球采购系统和管理理念和技术，整合现有油库、油码头资源，建立完善油品一站式服务体系， 扩大市场占有率。

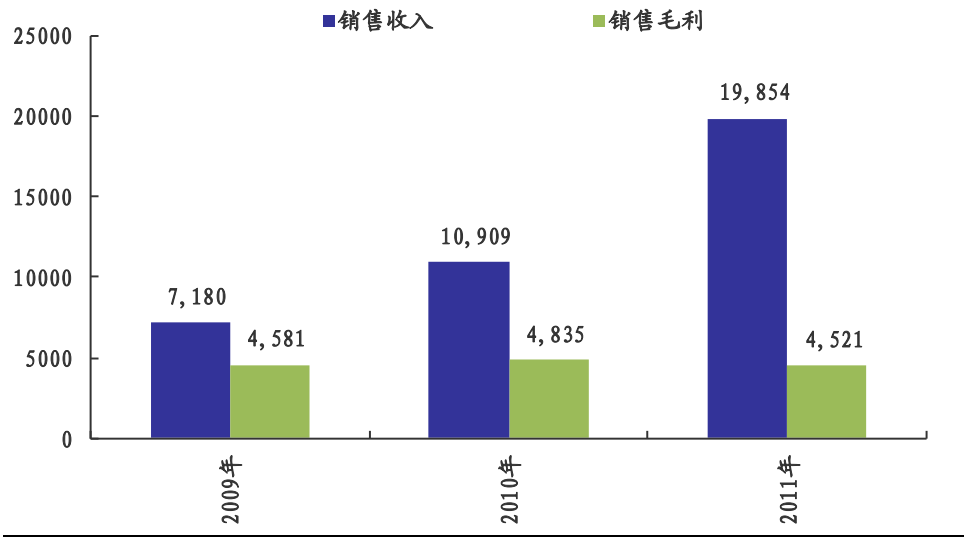
公司油品业务有望保持继续增长：

（1） **碧南沙油库二期**：计划新增库容 31.15 万立方米，计划主要用于存储甲醇，也可用来存储汽油、柴油、溶剂油和燃料油，预计 2012 年年底投产；

（2） **成品油市场**：广州发展碧辟油品 2011 年 5 月正式获得成品油批发资质，成为三大石油公司之外第一家取得成品油批发资质的中外合资企业，公司计划正式开展成品油批发业务；

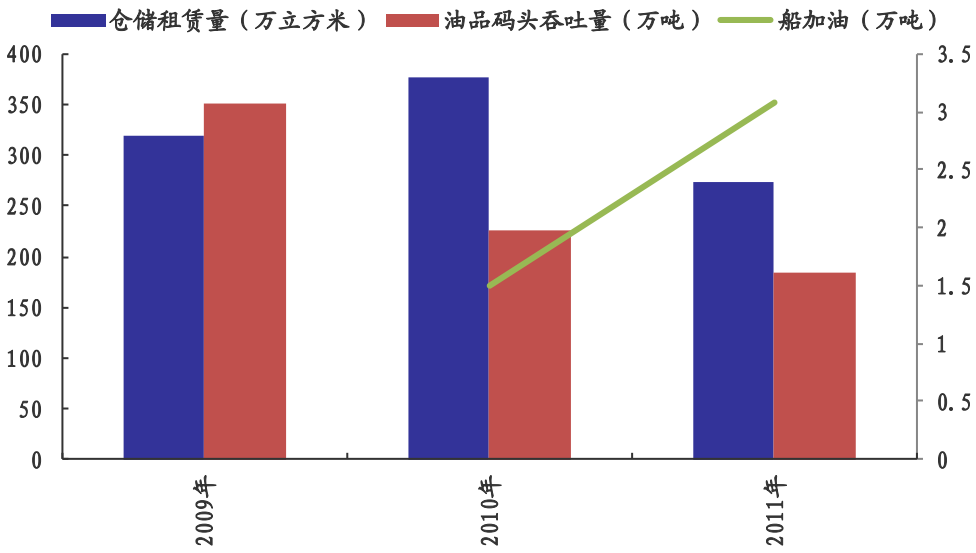
（3） **山西大同甲醇项目**：公司全资子公司与大同煤矿集团合资设立同煤发展化学工业有限公司，其中公司参股 30%，规划建设 120 万吨/年甲醇生产基地，一期工程 60 万吨/年，待投产后公司可以利用自身的油库及销售网络来开展甲醇贸易业务；

图 9 公司油品业务销售情况 单位：万元



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

图 10 公司油品业务销售情况



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

3. 小结

总体来说，我们看好公司未来发展，主要有以下几个原因：

（1） **燃气业务**：通过本次收购燃气集团，燃气销售将成为公司未来的主要业绩增长点之一，新增低价气源和下游客户结构的调整未来都将大幅增强燃气集团盈利能力。

（2） **电力业务**：公司电站多位于广东地区，竞争优势明显，公司目前储备的火电项目能够保证未来电力业务稳步发展，分布式能源业务发展将是电力业务未来亮点。

（3） **煤炭销售**：公司仍具有较多销售业务增长催化剂，随着东周窑煤矿的逐步投产、珠电 7 万吨级煤码头扩建完成和珠海大型中转基地的建设完成，公司煤炭销售量有望继续增长。但在目前这种煤炭市场不景气的情况下，我们对公司煤炭业务持相对谨慎态度。

（4） **油品业务**：该业务目前在营业利润中占比减少，主要为仓储服务，公司计划新增库容，并积极开发成品油市场和参与大同甲醇项目，未来业绩有望实现增长，但对公司业绩贡献相对有限。

4. 盈利预测及投资建议

增发完成后，预计公司 2012 年-2014 年 EPS 分别为 0.36 元、0.49 元和 0.63 元，对应 PE 为 17.4 倍、12.6 倍和 9.8 倍，给予“增持-A”投资评级，6 个月目标价 7.35 元。

5. 风险提示

（1） 低成本气源量低于预期;
（2） 利用小时大幅下降;
（3） 后续项目建设低于预期等;

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2012-9-27

利润表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	**8,859.3**	**10,817.5**	**14,939.2**	**15,641.4**	**17,685.7**
减: 营业成本	7,385.8	9,663.5	12,695.5	12,921.4	14,512.0
营业税费	22.6	54.9	77.1	77.2	82.8
销售费用	16.9	24.4	45.7	51.8	53.4
管理费用	196.2	236.8	286.9	282.5	287.9
财务费用	108.1	178.0	478.2	451.3	432.4
资产减值损失	-0.9	-0.1	-0.8	-0.8	-0.8
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	176.1	79.5	365.5	515.5	652.3
营业利润	**1,306.7**	**739.5**	**1,722.1**	**2,373.5**	**2,970.2**
加: 营业外净收支	57.6	63.0	44.4	44.4	44.4
利润总额	**1,364.3**	**802.5**	**1,766.5**	**2,418.0**	**3,014.6**
减: 所得税	295.5	196.4	453.9	616.5	761.9
净利润	**746.4**	**384.0**	**976.0**	**1,356.3**	**1,739.1**
资产负债表	**2010**	**2011**	**2012E**	**2013E**	**2014E**
货币资金	1,917.1	2,853.8	6,936.9	7,098.6	7,398.2
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	927.5	1,039.9	1,436.1	1,503.6	1,700.1
应收票据	47.7	133.0	163.7	214.3	290.7
预付帐款	122.4	207.8	461.7	720.2	1,010.4
存货	607.8	672.2	883.1	898.9	1,009.5
其他流动资产	2.7	9.0	9.0	9.0	9.0
可供出售金融资产	210.6	165.5	165.5	165.5	165.5
持有至到期投资	170.3	181.0	181.0	181.0	181.0
长期股权投资	4,186.9	4,776.2	4,776.2	4,776.2	4,776.2
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	5,898.7	8,136.8	8,253.4	9,493.4	10,462.4
在建工程	2,861.1	2,036.3	2,572.1	2,135.1	1,938.1
无形资产	261.0	247.0	230.5	215.2	200.8
其他非流动资产	95.7	129.7	129.7	129.5	129.4
资产总额	**17,309.6**	**20,588.3**	**26,199.1**	**27,540.4**	**29,271.4**
短期债务	1,150.0	2,582.9	2,582.9	2,582.9	2,582.9
应付帐款	613.8	687.1	902.7	918.7	1,031.8
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	195.5	73.6	223.0	379.4	556.3
长期借款	3,176.7	4,791.1	4,791.1	4,791.1	4,791.1
其他非流动负债	200.4	181.4	181.4	181.4	181.4
负债总额	**5,532.0**	**8,665.8**	**9,044.2**	**9,216.7**	**9,506.6**
少数股东权益	**2,571.1**	**2,778.8**	**3,138.3**	**3,628.9**	**4,200.4**
股本	2,059.2	2,059.2	2,742.2	2,742.2	2,742.2
留存收益	7,147.2	7,084.5	11,274.4	11,952.6	12,822.2
股东权益	**11,777.6**	**11,922.5**	**17,154.9**	**18,323.7**	**19,764.8**
现金流量表	**2010**	**2011**	**2012E**	**2013E**	**2014E**
净利润	1,068.8	606.1	976.0	1,356.3	1,739.1
加: 折旧和摊销	426.5	505.9	432.2	514.3	587.0
资产减值准备	-0.9	-0.1	-0.8	-0.8	-0.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	154.5	127.5	207.0	478.2	451.3
投资收益	-176.1	-79.5	-365.5	-514.5	-650.3
少数股东损益	322.4	222.1	336.6	445.1	513.6
营运资金的变动	-657.8	-562.1	-526.8	-219.7	-383.9
经营活动产生现金流量	**766.2**	**544.9**	**1,329.9**	**2,032.0**	**2,237.1**
投资活动产生现金流量	**-574.1**	**-2,020.1**	**-784.5**	**-799.9**	**-704.1**
融资活动产生现金流量	**-480.0**	**2,412.9**	**3,418.8**	**-1,129.5**	**-1,302.0**

财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
成长性					
营业收入增长率	17.1%	22.1%	38.1%	4.7%	13.1%
营业利润增长率	3.5%	-43.4%	132.9%	37.8%	25.1%
净利润增长率	5.1%	-48.6%	154.2%	39.0%	28.2%
EBITDA 增长率	0.7%	-22.9%	86.0%	26.8%	19.5%
EBIT 增长率	1.3%	-35.1%	139.8%	28.4%	20.5%
NOPLAT 增长率	2.0%	-33.4%	113.1%	28.0%	20.4%
投资资本增长率	23.3%	16.3%	14.5%	5.7%	6.7%
净资产增长率	10.4%	1.2%	43.9%	6.8%	7.9%
利润率					
毛利率	16.6%	10.7%	15.0%	17.4%	17.9%
营业利润率	14.7%	6.8%	11.5%	15.2%	16.8%
净利润率	8.4%	3.5%	6.5%	8.7%	9.8%
EBITDA/营业收入	20.7%	13.1%	17.6%	21.3%	22.6%
EBIT/营业收入	16.0%	8.5%	14.7%	18.1%	19.2%
运营效率					
固定资产周转天数	238	234	197	204	203
流动营业资本周转天数	19	33	47	68	69
流动资产周转天数	140	142	178	234	223
应收帐款周转天数	27	29	29	33	32
存货周转天数	19	21	19	21	19
总资产周转天数	665	631	564	618	578
投资资本周转天数	513	502	419	439	413
投资回报率					
ROE	9.1%	5.1%	7.7%	9.8%	11.4%
ROA	6.2%	2.9%	5.0%	6.5%	7.7%
ROIC	10.4%	5.6%	10.3%	11.5%	13.1%
费用率					
销售费用率	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用率	2.2%	2.2%	1.9%	1.8%	1.6%
财务费用率	1.2%	1.6%	3.2%	2.9%	2.4%
三费/营业收入	3.6%	4.1%	5.4%	5.0%	4.4%
偿债能力					
资产负债率	32.0%	42.1%	34.5%	33.5%	32.5%
负债权益比	47.0%	72.7%	52.7%	50.3%	48.1%
流动比率	1.68	1.33	2.43	2.46	2.52
速动比率	1.40	1.15	2.21	2.25	2.30
利息保障倍数	13.09	5.15	4.60	6.26	7.87
分红指标					
DPS(元)	0.14	0.15	0.18	0.25	0.32
分红比率	49.7%	107.3%	50.0%	50.0%	50.0%
股息收益率	2.2%	2.4%	2.9%	4.0%	5.1%
业绩和估值指标	**2010**	**2011**	**2012E**	**2013E**	**2014E**
EPS(元)	0.27	0.14	0.36	0.49	0.63
BVPS(元)	4.29	4.35	6.26	6.68	7.21
PE(X)	22.8	44.3	17.4	12.6	9.8
PB(X)	1.4	1.4	1.0	0.9	0.9
P/FCF	-17.8	14.7	-12.4	58.1	39.2
P/S	1.9	1.6	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	9.5	14.0	8.2	6.6	5.6
CAGR(%)	19.0%	54.9%	23.4%	-100.0%	-100.0%
PEG	1.2	0.8	0.7	-0.1	-0.1
ROIC/WACC	1.2	0.7	1.2	1.4	1.6
REP	1.0	1.8	0.9	0.8	0.7

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，2003 年开始证券行业研究，2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。新财富 2007 年最佳分析师“电力及公用事业”行业第三名。

分析师声明

张龙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	**上海联系人**	**凌洁**	**上海联系人**
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	**上海联系人**	**张勤**	**上海联系人**
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	**上海联系人**	**周蓉**	**北京联系人**
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	**北京联系人**	**潘冬亮**	**北京联系人**
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
胡珍	**深圳联系人**	**李国瑞**	**深圳联系人**
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034